

学校编码: 10384
学 号: 32120111150576

分类号_____密级_____
UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国风险投资减持模式与内幕交易行为的 实证研究

An Empirical Research on Venture Capitalists Exit
Behavior and Insider Trading: Evidence from China

林芳华

指导教师姓名: 吴超鹏 教授

专 业 名 称: 财 务 学 系

论文提交日期: 2014 年 4 月

论文答辩时间: 2014 年 5 月

学位授予日期: 2014 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2014 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（ ）课题（组）的研究成果，获得（ ）课题（组）经费或实验室的资助，在（ ）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

本文研究风险投资机构在解禁日后的减持模式及内幕交易行为。我们首先对风险投资机构的减持模式进行具体的分析，而后从以下三个方面来研究风险投资机构的内幕交易行为：首先，在盈余公告发布之前风险投资机构会采用怎样的减持策略？公司的信息透明度会对其行为产生怎样的影响？其次，风险投资机构减持之后的市场反应如何？公司的信息透明度会对其产生怎样的影响？从长期上看，风险投资机构的减持是否包含与公司长期业绩相关的信息？最后，风险投资机构的减持行为会对其收益产生怎样的影响？

我们采用 2007 年到 2012 年的 177 家风险投资机构的投资数据与减持交易数据进行研究后发现：（1）风险投资机构的减持遵循一定的模式：他们会在解禁后的头三个月进行快速减持，而后减持速度放缓。（2）随着监管的不断加强，在盈余公告之前，风险投资机构会采用消极的减持策略，即未来公布的业绩信息越好，风险投资机构减持的股份就越多，以避免不必要的法律监管与诉讼风险。但风险投资机构的这一行为可以通过良好的信息披露制度加以缓解。（3）风险投资机构的减持行为是有信息含量的。较慢的减持，即较长的持有期，预示着较高的长期业绩。同时，我们也发现风险投资机构进行减持时的公司的信息透明度越低，市场反应越差。（4）减持持有期越长的风险投资机构的退出收益也越好。

论文贡献及主要创新体现在：我们的研究补充了现阶段风险投资研究在二级市场退出交易方面研究的空白，本文采用具体的风险投资机构的交易与投资数据进行研究可以更为准确的分析风险投资机构的减持行为和收益。同时，我们的研究将公司治理与风险投资及内幕交易联系起来可以为后续的内幕交易及公司治理问题的研究提供理论参考。

关键词：风险投资；内幕交易；公司治理

Abstract

This study tries to explore the exit pattern of venture capitalists and insider trading after the lock-up day. We start our research by analyzing the exit pattern of venture capitalists, and then explore their insider trades from three perspectives: their timing behavior around earnings announcements, the information content and market reaction of their insider trading, and finally their exit return.

We study these issues using proprietary investment data and trading data of venture capitalists from Jun, 2007 to Jun, 2012. We find that venture capitalists generally sell their stocks fast in the first three months, but then slow down in the rest nine months. We also find that, venture capitalists actually utilize the private information they possess when trading around earning announcements. However, in order to avoid unnecessary litigation risk, they tend to adopt negative trading strategy, that is, the better earnings to be announced, the more shares they will sell, but this behavior can be alleviated by high information transparency. Secondly, venture capitalists' sells actually contain information about long-run firm performance as we find a negative relationship between sells and long-run firm performance. Finally, after analyzing the abnormal profits venture capitalists get from their insider trades, we find that if venture capitalists hold their shares longer, they can gain better returns.

The contributions of this essay are as follows. Firstly, it is the first time, as I know, to analyze the exit pattern of venture capitalists using specific transaction data, instead of using the way they exit as the proxy of their exit pattern and exit return in previous researches. This study would shed a light on the decisions and actions shaping the inevitable exit of venture capitalist after the lock-up day and fill the gap in the empirical research on venture capital exit. Secondly, we study these issues from the perspective of corporate governance and insider trading, which can provide some evidences to regulators in rule-making.

Key Words: Venture Capital; Insider Trading; Corporate Governance

目 录

第一章 引言	1
第一节 研究背景与问题提出	1
第二节 研究框架	5
第三节 研究的改进与创新	7
第二章 制度背景	8
第一节 我国的内幕信息与内幕交易	8
一、内幕信息的披露与认定	8
二、我国内幕交易特征	9
三、我国内幕交易发展趋势	11
第二节 中国风险投资发展现状	12
一、风险投资介绍	12
二、风险投资的主体与运作流程	13
三、中国风险投资发展历程	16
四、中国风险投资 IPO 退出分析	18
第三章 文献综述与假设	21
第一节 风险投资减持内幕交易的择时行为	21
一、内幕交易是否存在	21
二、内幕交易如何进行	23
三、内幕交易与公司治理	24
第二节 内幕交易的信息含量与市场反应	27
第三节 内幕交易的超额收益	29
第四章 研究设计	33
第一节 样本与数据	33
第二节 模型构建与相关变量计算	34
一、风险投资机构减持行为模式	34
二、盈余公告前期风险投资机构减持行为模式	35
三、风险投资机构减持行为的信息含量	36
四、风险投资机构减持行为模式与风险投资收益	36
第五章 实证结果及分析	38
第一节 变量描述性统计	38
第二节 风险投资减持行为模式	39
第三节 风险投资机构内幕交易行为与收益	44
一、风险投资择时行为	44
二、风险投资机构减持的市场反应与信息含量	46
三、风险投资机构减持持有期与收益	46
第四节 稳健性检验	51
第六章 结论与启示	52

第一节 研究结论与意义.....	52
第二节 研究不足.....	53
参考文献.....	54
致 谢.....	58

厦门大学博硕士论文摘要库

Contents

Chapter 1 Introduction	1
Section 1 Research Background	1
Section 2 Research Framework	5
Section 3 Innovation and Contribution	7
Chapter 2 Analysis of Institution Background	8
Section 1 Insider Information and Insider Trading in China	8
1.1 Insider Information in China	8
1.2 Insider Trading in China	9
1.3 Development of Insider Trading in China	11
Section 2 Venture Capital in China	12
2.1 Introduction of Venture Capital	12
2.2 Participants and Operation of Venture Capital	13
2.3 History of Venture Capital in China	16
2.4 The IPO Situation of Venture Capital Exit in China	18
Chapter 3 Literature and Hypotheses	21
Section 1 Timing of Insider Trading	21
1.1 Whether Insider Trading Exists	21
1.2 The Trading Pattern of Insiders	23
1.3 Insider Trading and Corporate Governance	24
Section 2 Information Content and Market Reaction of Insider Trading	27
Section 3 Abnormal Return of Insider Trading	29
Chapter 4 Research Design	33
Section 1 Sample and Data	33
Section 2 Variables and Models	34
1.1 Model of Venture Capitalists' Exit Pattern	34
1.2 Model of Venture Capitalists' Timing Behavior	35
1.3 Model of Market Reaction to Insider Trading	36
1.4 Model of Exit Return of Venture Capitalists' Exit	36
Chapter 5 Empirical Results	38
Section 1 Variable Statistics Description	38
Section 2 Exit Pattern of Venture Capitalists	39
Section 3 Insider Trading of Venture Capitalists	44
1.1 Timing Behavior of Insider Trading	44
1.2 Information Content and Market Reaction of Insider Trading	46
1.3 Abnormal Performance of Insider Trading	49
Section 4 Robustness Test	51
Chapter 6 Conclusions and Future Work	52

Section 1 Research Conclusions.....	52
Section 2 Future Work.....	53
Reference.....	54
Acknowledgment.....	58

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 引言

第一节 研究背景与问题提出

自 1990 年 2 月全国第一个股票交易所——上海证券交易所建立以来,我国的资本市场就走上了快速发展的道路,并逐渐在我国国民经济中起着举足轻重的作用。资本市场的建立和发展,在扩大我国的融资渠道、调控资源、优化配置等方面起着积极的作用。但由于现阶段我国滞后的法律法规,目前我国的证券市场仍存在着市场不稳定、“消息市”普遍、投机行为严重等缺陷。

在这些现象中,内幕交易作为市场中典型的投机性行为,以其严重地违背了证券交易的“公开、公平、公正”的基本原则而备受关注。特别是随着证券交易产品种类的不断增多,内幕信息泄露和内幕交易等各种违法行为呈现出多发趋势。即使相关监管部门清醒地意识到内幕交易危害性,并加大了对市场操纵行为以及相关内幕交易行为的监管与控制之后,我国证券市场上内幕交易的现状也没有从根本上得到改善。事实上,内幕交易行为的猖獗已经严重干扰到我国证券市场的良性发展,阻碍了证券市场的健康发展和资源的优化配置,增加了中国证券市场的风险。从 2007 年起,我国证券市场就发生了多起极恶劣的内幕交易案件:2007 年的中山公用内幕交易案,2009 年的高淳陶瓷内幕交易案、“天山纺织”内幕交易案及佛塑股份内幕交易案,2010 年的佛山照明内幕交易案,以及 2012 年的黄光裕内幕交易案及杜兰库、刘乃华内幕交易案等。这些案件公司都因为其影响的恶劣性受到投资界的广泛关注,受到了有关部门的严厉查处。

相较于发达国家成熟市场中的内幕交易行为,我国的内幕交易行为有其特殊性。首先,我国的内幕交易行为更为普遍。公司的重大事件,如利润分配、盈余预测、并购重组、股权转让等,都很可能会成为内幕交易的孕育土壤。例如,上述的中山公用内幕交易案利用的是增发收购事件,“天山纺织”内幕交易案利用的是并购重组事件。其次,我国的内幕交易呈现出多样性、严重性的特点。特别是在市场景气时,内幕交易非常活跃。这些交易不仅数量多、手段多样,而且涉案金额大,严重的损害到了投资者的合法利益。例如,发生于 2012 年的黄光裕内幕交易案中,黄光裕通过在重大信息公告前买进中关村股票获得了 4 亿多元的账面受益,严重的损害了其他投资者的

合法利益。

在所有的公司内幕交易者中，本文主要关注在公司上市之后一般选择迅速退出的风险投资机构。近年来，风险投资行业蓬勃发展，并在全球经济发展中起着不可忽视的角色。自 2006 年起，中国就逐渐成为了风险投资机构搜寻投资项目的热门区域。2007 年，中国的风险投资资本进一步翻番，资本总量达到了 1205.85 亿元。到了 2012 年，虽然新募资本有所下降，但总体上看，中国风险投资行业在不断地发展壮大。

图 1 2003 年到 2012 年新募集风险资本概况



资料来源：《2012 年中国私募股权投资年度研究报告》

对于风险资本而言，如何进行资本的退出是其能否实现良性发展的关键。在风险投资机构的三大主要退出方式（破产清算、股权转让及上市）中，上市以其退出收益最高，并能为风险投资机构带来良好的声誉而成为了风险投资机构的首选。即使到了 2012 年，在 A 股市场下行压力巨大、IPO 审核力度加大、上市门槛提高的环境下，上市也仍然是风险投资机构的主要退出方式。据中国风险投资研究院统计，在 2012 年的 177 个风险投资机构退出项目中，上市退出达 103 个，占比得到 60%左右。

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”. Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库